

2011年8月29日

# 王府井

## 所得税率变化和双安装修影响业绩

**A**
**买入**

600859.SS - 人民币 44.26

目标价格: 人民币 60.00

**刘都**

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(15)	5	9	10
相对新华富时A50指数(%)	(9)	7	14	14

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	462
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	10,224
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

2011年上半年公司实现营业收入 83.6 亿元, 同比增长 23.98%, 其中主营业务收入实现 8.11 亿元, 同比增长 23.93%; 营业利润 4.91 亿元, 同比增长 32%; 利润总额 4.92 亿元, 同比增长 32%; 归属于上市公司股东的净利润 3.16 亿元, 同比增长 30%, 扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 3.15 亿元, 同比增长 32%。折合每股收益 0.754 元。

### 支撑评级的要点

- 双安装修负面效应减弱、强劲的内生增长、百货大楼业绩弹性恢复、太原店等大店快速成长以及成都店少数股东权益收购增厚业绩将使得公司今年上半年业绩加速增长。
- 今年以毛利为重点考核指标将有效拉升公司业绩。

### 影响评级的主要风险

- 所得税率调整不确定性对盈利预测产生障碍。
- 新店费用不确定性会影响预测。

### 估值

- 我们维持 2011-2013 年的盈利预测, 即基于 4.18 亿股总股本的每股收益为 1.546、2.025 和 2.621 元, 对应于增发完成后的 4.62 亿股总股本为每股收益 1.360、1.828 和 2.367 元。我们坚持认为公司基本面良好, 是国内优秀的零售公司之一。我们维持目标价和**买入**评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,898	13,731	16,537	20,519	24,572
变动(%)	9	26	20	24	20
净利润(人民币 百万)	384	376	629	846	1,094
全面摊薄每股收益(人民币)	0.895	0.928	1.360	1.828	2.367
变动(%)	(5.8)	0.8	46.6	28.0	29.4
市场预期每股收益(人民币)			1.476	1.866	2.251
核心每股收益(人民币)	0.895	0.902	1.360	1.828	2.367
变动(%)	(5.8)	0.8	51.1	28.0	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	49.5	49.1	31.0	24.2	18.7
核心市盈率(倍)	49.5	49.1	31.0	24.2	18.7
每股现金流量(人民币)	2.59	3.74	3.17	4.95	5.21
价格/每股现金流量(倍)	17.1	11.8	13.9	8.9	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	15.2	13.2	9.7	6.8
每股股息(人民币)	0.240	0.270	0.272	0.366	0.592
股息率(%)	0.5	0.6	0.6	0.8	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 所得税率变化和双安装修、新店亏损影响公司利润

2011年上半年公司实现营业收入83.6亿元，同比增长23.98%，其中主营业务收入实现8.11亿元，同比增长23.93%；营业利润4.91亿元，同比增长31.54%；利润总额4.92亿元，同比增长31.54%；归属于上市公司股东的净利润3.16亿元，同比增长29.71%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润3.15亿元，同比增长30.07%。折合每股收益0.754元。

我们可以观察到，导致公司收入、利润总额以及归属于上市公司股东的净利润增速产生不一致的重要原因有以下几方面：

1. 所得税税率变化。公司之子公司成都王府井百货2009年度由外商投资企业变更为内资企业，根据西部大开发所得税优惠税率政策，成都王府井按内资企业申请西部大开发所得税15%的优惠税率第一年需经省级税务机关审核确认，由于申请优惠税率具有较大的不确定性，2011年上半年成都王府井百货公司按25%税率计提所得税费用，导致净利润增长受到损害。成都王府井百货公司（由2010年的15%上升到2011年的25%）、西宁王府井（由免税上升到2011年的15%）所得税税率变化导致公司净利润不可比。我们按照还原后的利润总额比较来看，成都王府井百货公司2010年上半年利总约为 $125.4/(1-15\%)=147.6$ 百万元，而今年上半年利总为 $183.7/(1-25\%)=244.9$ 百万元，同比增长65.9%。西宁王府井2010年利总等同于其净利润为18.8百万元，今年上半年利总为 $34.97/(1-15\%)=41.1$ 百万元，同比增长101.1%。我们可以看到，成都王府井百货即使在自去年下半年开始已经合并了成都2店开业影响后仍然增长很快，说明太原、兰州和昆明店经营总体良好，尤其是太原店和昆明店逐步扭亏为盈，且太原店已经成为公司重要的增长拉动力。西宁店增长状况也令人满意，其在当地市场已经形成一支独秀的地位，我们预计公司将在明年新开西宁2店以强化其优势地位。

目前国务院已经公布西部地区所得税优惠政策延期政策，公司在积极争取成都王府井百货公司的税收优惠能够同样得到延续，出于保守考虑，我们今年仍然假设2011年所得税税率维持25%，不排除明年开始成都王府井百货公司继续执行15%的税率。

**图表 2. 下属主要子公司 2011 年上半年净利润同比数据及原因**

(人民币, 百万)	10 年上半年	10 年下半年	11 年上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)	备注
成都王府井百货公司	125.4	76.1	183.7	46.4	141.4	成都王府井百货公司所得税税率由 2010 年的 15% 上升到 2011 年的 25%
北京双安商场	50.5	24.3	1.6	(96.7)	(93.2)	见原因 2
包头王府井	32.6	29.3	32.1	(1.6)	9.5	包头王府井 2011 年上半年部分小额纳税人变更为一般纳税人影响其毛利率 1 个点
长沙王府井	22.7	23.9	33.0	44.9	37.8	
西宁王府井	18.8	35.7	35.0	85.9	(2.0)	西宁王府井百货公司所得税税率由 2010 年的 0% 上升到 2011 年的 15%
广州王府井	13.9	16.7	19.2	38.1	14.6	
武汉王府井	5.0	(1.2)	5.2	3.0		
呼和浩特王府井	1.6	0.5	(0.4)			
洛阳王府井	7.3	10.5	10.3	41.7	(2.5)	
长安商场	12.5	14.4	15.7	25.8	9.2	
株洲王府井	(0.4)	(5.6)	(15.5)			尚处于培育期
鄂尔多斯王府井	(3.3)	(3.0)				

资料来源：公司数据、中银国际研究

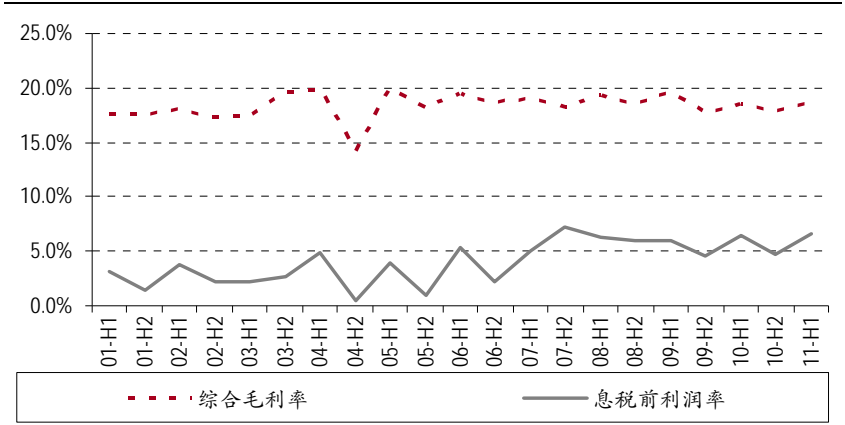
2. 双安商场公司由于 3 月底开始进行物业装修加固以及商品结构调整, 自 4 月 10 日老营业楼 1 至 5 层中央步行梯以东厂家撤场后, 小二期工程正式启动。销售受到较大影响, 6 月 30 日部分方才重装开业。同时, 北京大兴店和大钟寺店在 2010 年下半年开业并开始合并计入双安公司, 故直接影响了双安公司利润表现。
3. 由于 2010 年 10 月 28 日公司已经完成对成都王府井百货的增资扩股, 2011 年上半年公司占成都王府井公司股权为 86.49%, 而 2010 年上半年只占 70% 股权, 股权占比的提升导致公司合并报表后在成都王府井百货公司收益提升同时公司少数股东损益出现下降 (由去年同期的 3,800 万元下降到今年上半年的 2,400 万元)。可以推算, 成都王府井百货 2011 年上半年少数股东损益为  $183.7 \times (1 - 86.49\%) = 24.82$  百万元, 而 2010 年上半年为  $125.4 \times (1 - 70\%) = 37.62$  百万元。

### 总体毛利率略有上升, 运营利润率保持上升

公司主营业务毛利率由去年同期的 16.59% 上升到今年上半年的 16.71%, 综合毛利率上升了近 0.21 个百分点至 18.72%。公司今年 2 季度综合毛利率扭转了 1 季度毛利率下降趋势, 较去年同期上升 0.26 个百分点。我们认为西部次新店的毛利率较刚刚开业时候有所提高。同时公司今年将提高零售总体毛利率作为重点工作会对公司盈利水平提升有较大的帮助, 我们预计今年公司毛利率会呈现逐步走高的趋势。

公司息税前利润率由 2010 年上半年的 6.48% 提升到今年上半年的 6.54%。

图表 3.王府井 01 年上半年-11 年上半年综合毛利率和息税前利润率变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

我们可以看到，公司今年上半年有所上升（由 10 年上半年的 11.4% 上升到 11 年下半年的 11.5%），最主要的原因是源于租赁费用的压力，而本期新增租赁费用主要是因为成都 2 店、大兴店、大钟寺店租赁费用在本年度中报体现。

图表 4.公司 2010-2011 年上半年度费用同比数据

销售费用	10 年上 半年	11 年上 半年	同比增 长(%)	汇总费用结构	10 年上 半年	11 年上 半年	同比增 长(%)
工资薪酬	(148)	(170)	15.02	工资薪酬	(271)	(314)	15.68
租赁费	(128)	(201)	56.99	租赁费	(133)	(225)	69.72
水电费	(73)	(77)	6.76	水电费	(73)	(79)	7.69
折旧摊销费	(108)	(143)	32.23	折旧摊销费	(138)	(156)	13.20
修理费	(14)	(15)	7.84	修理费	(16)	(17)	8.92
物管费	(15)	(17)	14.74	物管费	(15)	(18)	15.42
其他	(73)	(91)	25.71	其他	(123)	(152)	23.28
<b>合计</b>	<b>(558)</b>	<b>(715)</b>	<b>28.13</b>	<b>合计</b>	<b>(769)</b>	<b>(961)</b>	<b>24.85</b>

管理费用	10 年上 半年	11 年上 半年	同比增 长(%)	费用率	10 年上 半年	11 年上 半年
工资薪酬	(124)	(144)	16.46	工资薪酬	4.03	3.76
租赁费	(4)	(24)	439.68	租赁费	1.97	2.69
水电费	(1)	(2)	87.03	水电费	1.09	0.95
折旧摊销费	(30)	(13)	(56.50)	折旧摊销费	2.05	1.87
修理费	(2)	(2)	16.25	修理费	0.24	0.21
物管费	(0)	(0)	58.33	物管费	0.23	0.21
其他	(50)	(60)	19.78	其他	1.82	1.81
<b>合计</b>	<b>(211)</b>	<b>(246)</b>	<b>16.21</b>	<b>合计</b>	<b>11.4</b>	<b>11.5</b>

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 各门店回顾

从上半年各门店业务口径销售状况来看，公司在扣除双安装修影响后，总体同店增长 20%左右。王府井百货大楼销售增长 30%左右；长安商场同店增长 12-15%。

双安由于 3 月份开始进行物业装修加固以及商品结构调整，增速明显放缓，这也是拉低公司总体销售增速最主要的原因。双安商场 6 月 30 日部分方才重装开业，2 季度由于其装修导致的负面影响将在下半年逐步消失，7 月份公司销售增速已经明显好于 6 月份就是明证。双安商场改装工程小二期于 8 月 9 日开业，小二期开业后门店经营面积约 22,457 平方米，占未来门店全部营业面积的近 70%，较一期开业增加 6,255 平方米。

成都王府井增长 18%左右；长沙王府井虽然由于门前地铁施工改造，但是去年基本完成的调整效果逐步显现，同店仍然增长 20%；广州店增长接近 20%；洛阳店去年扩馆及调整效果明显，增长 30%；西宁店保持一如既往的高增长，增长约为 40%；包头区域由于竞争对手加入导致增速放缓至 10%左右；重庆地区增速接近 10%。

次新店中太原王府井表现亮丽，预计全年销售收入(业务口径)超过 12 亿元。昆明王府井增长超过 30%；兰州王府井超过 25%；大兴王府井销售接近 1 亿元；大钟寺店效果一般，日流水仍然维持在开业左右水平，该店作为公司对更年轻客群的尝试，将面临商品结构调整；株洲王府井由于新开业不久，目前日流水维持在 40-50 万元左右，上半年亏损 1,500 万元。大兴店表现良好。大钟寺店和大兴店加总今年上半年亏损 2,500 万元左右。

图表 5. 公司 2011 年上半年度销售收入分区域同比数据

地区	营业收入(百万元)	同比增长(%)	备注
华北地区	3,642.0	24.02%	包含北京、山西、内蒙古
中南地区	1,739.5	25.01%	包含河南、湖北、湖南、广东、广西
西南地区	1,954.3	19.09%	包含重庆、四川、云南
西北地区	778.2	34.60%	包含青海、新疆、甘肃
<b>合计</b>	<b>8,114.0</b>	<b>23.93%</b>	

资料来源：公司数据、中银国际研究

我们认为随着百货大楼南馆重张以及物业条件的改善，功能化完善和商品结构的持续调整，百货大楼业绩复苏的较大弹性从母公司报表可以看到，这也是王府井今年业绩增长重要的来源之一。

百货大楼西配楼翻建工程于8月初正式开工，预计整个改造工程将持续一年左右。通过对西配楼的彻底改造，进一步提高百货大楼卖场经营的质量和各经营区域之间沟通，将百货大楼真正打造成为具有购物中心元素的综合性百货商场。

图表 6. 母公司 2011 年上半年业绩同比数据

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)
营业收入	940.82	1224.54	30.2
营业成本	(740.79)	(996.25)	34.5
营业税金及附加	(10.17)	(11.89)	16.9
销售费用	(110.26)	(116.05)	5.3
管理费用	(73.97)	(70.38)	(4.9)
财务费用	(8.90)	6.00	
模拟利润总额	(3.26)	35.97	
综合毛利率(%)	21.3	18.6	
营运利润率(%)	0.6	2.4	
模拟利润率(%)	(0.3)	2.9	

资料来源：公司数据、中银国际研究

今年下半年我们预期将新增 2 家门店，分别为 9 月底开业的鄂尔多斯店和年底开业的成都 2 店。明年新开 3 家门店，分别为福州 1 店、唐山店和西宁 2 店。

### 维持盈利预测和买入评级

总体来看，我们认为公司发展状态良好，现金流健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店开始发力，太原店业绩表现超出预期。其新开门店质量良好的历史记录令我们感到欣慰。

同样我们预期由于双安商场装修的负面效应逐步减弱，公司下半年增速会高于上半年。同时随着今年下半年增发的顺利完成，成都王府井百货公司 13.5% 的少数股东损益将直接增厚公司业绩（今年上半年为 2,482 万元，对应于每股收益 0.10 元）。

今年 9 月底开业的鄂尔多斯店和年底开业的成都 2 店会带来部分亏损，但是需要提醒的是成都 2 店租金已经在上半年年报中开始体现。

需要提醒的是所得税的调整对于公司今年业绩预测影响较大，我们暂时以 2010 年成都所得税不返还以及 2011 年执行 23% 综合税率计算。

我们维持 2011-2013 年的每股收益 1.546、2.025 和 2.621 元（基于增发完成前总股本 4.18 亿股），对应于增发完成后的 4.62 亿股总股本为每股收益 1.36、1.828 和 2.367 元。我们坚持认为公司基本面良好，是国内优秀的零售公司之一。我们维持买入评级。

图表 7.王府井 2011 年上半年业绩同比与环比数据

(人民币, 百万)	10 年上 半年	10 年下 半年	11 年上 半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	6,740	7,206	8,356	24	16
营业税金及附加	(61)	(78)	(78)	28	(0)
净营业收入	6,679	7,128	8,278	24	16
主营业务成本	(5,490)	(5,918)	(6,792)	24	15
毛利润	1,189	1,209	1,486	25	23
管理费用和销售费用	(769)	(879)	(961)	25	9
营业利润	420	331	526	25	59
非经常性损益	4	(41)	1	(78)	(102)
投资收益	(5)	(1)	(1)	(87)	30
净财务费用	(45)	(50)	(34)	(25)	(32)
税前利润	374	239	492	32	106
所得税	(92)	(83)	(152)	64	83
税后利润	282	156	340	21	118
少数股东损益	(38)	(24)	(24)	(36)	2
归属于上市公司股东净利润	244	132	316	30	139
剔除非经常性损益后的净利润	239	173	315	32	82
每股收益(人民币)	0.573	0.415	0.754	32	82
<b>盈利能力(%)</b>					
销售毛利率	17.6	16.8	17.8		
营业利润率	6.2	4.6	6.3		
税前利润率	5.6	3.3	5.9		
净利率	3.5	2.4	3.8		

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,898	13,731	16,537	20,519	24,572
销售成本	(8,947)	(11,332)	(13,621)	(16,880)	(20,197)
运营费用	(1,129)	(1,359)	(1,684)	(2,115)	(2,502)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>822</b>	<b>1,040</b>	<b>1,233</b>	<b>1,525</b>	<b>1,873</b>
折旧与摊销	(267)	(290)	(319)	(349)	(362)
<b>营业利润 (息税前利润)</b>	<b>555</b>	<b>751</b>	<b>914</b>	<b>1,175</b>	<b>1,511</b>
净利息收入(费用)	(68)	(95)	(71)	(87)	(106)
其它盈利/(亏损)	37	(42)	(5)	(5)	(1)
<b>税前利润</b>	<b>523</b>	<b>613</b>	<b>838</b>	<b>1,084</b>	<b>1,403</b>
所得税	(104)	(175)	(210)	(238)	(309)
少数股东损益	(35)	(62)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>384</b>	<b>376</b>	<b>629</b>	<b>846</b>	<b>1,094</b>
<b>核心净利润</b>	<b>352</b>	<b>366</b>	<b>629</b>	<b>846</b>	<b>1,094</b>
每股收益(人民币)	0.978	0.928	1.360	1.828	2.367
核心每股收益(人民币)	0.895	0.902	1.360	1.828	2.367
每股股息(人民币)	0.240	0.270	0.272	0.366	0.592
收入增长(%)	9	26	20	24	20
息税前利润增长(%)	(7)	35	22	29	29
息税折旧前利润增长(%)	(16)	26	19	24	23
每股收益增长(%)	12	(5)	54	28	29
核心每股收益增长(%)	(6)	1	58	28	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	1,860	2,948	4,352	5,952	7,947
应收帐款	281	345	437	528	634
库存	305	277	388	444	553
其它流动资产	97	95	116	144	172
<b>流动资产合计</b>	<b>2,542</b>	<b>3,665</b>	<b>5,293</b>	<b>7,069</b>	<b>9,305</b>
固定资产	2,497	2,517	2,651	2,673	2,682
无形资产	1,137	1,102	1,115	1,126	1,138
其它长期资产	1,237	1,029	1,493	1,710	1,610
<b>长期资产合计</b>	<b>4,871</b>	<b>4,649</b>	<b>5,259</b>	<b>5,509</b>	<b>5,431</b>
<b>总资产</b>	<b>7,413</b>	<b>8,314</b>	<b>10,552</b>	<b>12,578</b>	<b>14,736</b>
应付账款	3,158	4,008	4,663	5,904	7,069
短期债	70	0	100	110	120
其它流动负债	403	478	370	370	370
<b>流动负债合计</b>	<b>3,631</b>	<b>4,485</b>	<b>5,133</b>	<b>6,384</b>	<b>7,559</b>
长期债	838	99	102	114	117
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本	393	418	462	462	462
资本公积	2,438	3,100	4,840	5,602	6,582
<b>股东权益</b>	<b>2,831</b>	<b>3,518</b>	<b>5,302</b>	<b>6,064</b>	<b>7,044</b>
少数股东权益	114	211	15	15	15
<b>负债权益总计</b>	<b>7,413</b>	<b>8,314</b>	<b>10,552</b>	<b>12,578</b>	<b>14,736</b>
每股账面价值(人民币)	7.20	8.42	11.47	13.11	15.23
每股有形资产(人民币)	4.31	5.78	9.05	10.68	12.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.42)	(6.82)	(8.98)	(12.39)	(16.67)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	523	613	838	1,084	1,403
折旧与摊销	267	290	319	349	362
净利息费用	68	95	71	87	106
营运资本变动	408	813	450	1,094	951
税金支付	(104)	(175)	(210)	(238)	(309)
其它经营现金流	(145)	(121)	(71)	(87)	(106)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,019</b>	<b>1,515</b>	<b>1,397</b>	<b>2,289</b>	<b>2,408</b>
购建固定资产净额	(196)	(144)	(340)	(240)	(238)
投资减少/(增加)	(373)	380	(72)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(569)</b>	<b>237</b>	<b>(412)</b>	<b>(240)</b>	<b>(238)</b>
净股本增加	0	0	1,237	0	0
净负债增加	20	(734)	(5)	23	13
支付股息	(71)	(94)	(113)	(126)	(169)
其它筹资现金流	349	165	(700)	(345)	(18)
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>298</b>	<b>(663)</b>	<b>419</b>	<b>(448)</b>	<b>(175)</b>
现金余额变动	747	1,089	1,404	1,600	1,995
年初现金	1,112	1,860	2,948	4,352	5,952
公司自由现金流	461	1,772	1,007	2,072	2,196
股权自由现金流	401	923	909	1,985	2,076

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	7.5	7.6	7.5	7.4	7.6
息税前利润率	5.1	5.5	5.5	5.7	6.1
税前利润率	4.8	4.5	5.1	5.3	5.7
净利率	3.5	2.7	3.8	4.1	4.5
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
利息覆盖倍数	7.0	6.5	9.9	10.7	11.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.0	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	45.3	47.7	31.0	24.2	18.7
核心业务市盈率	49.5	49.1	31.0	24.2	18.7
目标价对应核心业务市盈率	67.0	66.5	42.0	32.8	25.4
盈率					
市净率	6.1	5.3	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	17.1	11.8	13.9	8.9	8.5
企业价值/息税折旧前利润	20.1	15.2	13.2	9.7	6.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	12.0	9.4	8.9	7.4	7.4
应收帐款周转天数	9.6	8.3	8.6	8.6	8.6
应付帐款周转天数	99.0	95.2	95.7	94.0	96.3
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	24.5	30.0	20.0	20.0	25.0
净资产收益率	15.7	11.8	14.3	14.9	16.7
资产收益率	6.5	6.8	7.3	7.9	8.6
已运用资本收益率	16.5	20.1	20.0	20.3	22.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371